

## بررسی ارتباط بین اختیار مدیران، خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

بهزاد جمالی

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی - غیردولتی نوین - اردبیل، ایران. (نویسنده مسئول)  
cerestale@gmail.com

سعید علیپور

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بناب، بناب، ایران.  
saeed.alipour@live.com

مینا شیخی گرجان

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد سنندج، سنندج، ایران.  
mina\_sheikhig@yahoo.com

### چکیده

در این مطالعه به بررسی ارتباط بین اختیار مدیران، خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نقش مهم مدیران در موفقیت شرکتها و اهمیت تصمیمات و اختیارات مدیران در چارچوب عملکردی شرکت و همچنین اهمیت بازده سهام برای سرمایه‌گذاران که بی شک تحت تاثیر تصمیمات مدیران می‌باشد. بر این اساس بررسی ارتباط بین اختیار مدیران، خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ در ۱۲۶ شرکت نمونه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. برای تجزیه تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Eviews و با استفاده از رگرسیون چند متغیره با داده‌های پانلی از روش اثرات ثابت استفاده شد. نتایج تحقیق حاکی از این است که طبق فرضیه اصلی، خالص دارایی‌های عملیاتی بر بازده سهام شرکت‌ها تاثیر مستقیم و معناداری دارد و همچنین طبق فرضیه فرعی اول و سوم تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات تقسیم سود بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها تأثیر مستقیم و معناداری دارد. همچنین طبق فرضیه فرعی دوم تصمیمات تأمین مالی بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها تأثیر معکوس و معناداری دارد.

واژه‌های کلیدی: اختیار مدیران، خالص دارایی‌های عملیاتی، بازده سهام.

### مقدمه

تفویض اختیار فرایندی است که توسط آن مدیر یا سرپرست، بخشی از اختیار مشروع خود را بدون انتقال مسئولیت نهایی خود به زیردست واگذار می‌کند. نکته مهم در تفویض اختیار این است که مدیران را قادر می‌سازد تا وظایف اصلی خودشان را که عبارت‌اند از پرداختن به آینده سازمان و پرورش مدیران آینده انجام دهند و خودشان را گرفتار نظارت روزمره نکنند. تفویض اختیار به مدیر کمک می‌کند تا تمام هم خود را صرف اموری کند که واقعاً اهمیت دارد. در هر سازمانی استعدادهای زیادی وجود دارد که در انتظار فرصت بروز هستند. هر چه تفویض اختیار و عدم تمرکز بیشتر باشد امکان بروز به کار گرفتن این استعداد بیشتر می‌شود. در خصوص اندیشه تفویض اختیار «دراکر» معتقد است که یک مدیر کارآمد باید امور را به‌گونه‌ای

سازمان دهد که خودش فقط به موضوعات عمده بپردازد و بتواند نتایج درخشانی به وجود آورد و یک مدیر خوب باید نخست کارهایی را انجام دهد که در درجه اول اهمیت قرار دارد و بهتر است کارهای بااهمیت کمتر و اولویت پایین‌تر را به دیگران واگذار کند. تفویض اختیار با توسعه سازمان اهمیت بیشتری پیدا می‌کند تا حدی که ادامه حیات دستگاه بدون تفویض اختیار میسر نیست (برتراند و اسکوار، ۲۰۰۳). تفویض اختیار به‌عنوان یکی از مهم‌ترین راهکارهای مشارکت سازمانی، در یاری‌دادن، درگیر شدن و احساس مسئولیت‌کاری در کارکنان یک سازمان، بسیار اثربخش بوده و چنانچه با آگاهی انجام گیرد، برای سازمان و شخص مدیر حکم ارزش‌افزوده را دارد. بررسی‌ها نشان داده است که بیش از هفتاد درصد فعالیت‌هایی را که مدیران انجام می‌دهند می‌توانند به زیردستان خود تفویض نمایند یا به‌عبارت‌دیگر زیردستان قادر به انجام دادن آن‌ها هستند. در این‌باره برخی اعتقاد دارند که مدیران نباید تمام کارهایی را که قادر به انجام دادن آن هستند، خود انجام دهند بلکه باید آن را به دیگران یاد داده و تفویض نمایند و خود در جستجوی دانستن و ایجاد سؤال باشند. اساسنامه بعضی از شرکت‌ها در تشریح اختیارات هیئت‌مدیره و بعضاً مدیرعامل، آمده است که اقامه هرگونه دعوی و دفاع از دعوی و انتخاب وکیل و انعقاد هرگونه قرارداد... در صلاحیت هیئت‌مدیره شرکت می‌باشد. هیئت‌مدیره می‌تواند این اختیارات را به مدیرعامل شرکت تفویض نماید. در این موارد اگر مدیرعامل بدون اخذ مصوبه‌ی هیئت‌مدیره اقدام به انتخاب وکیل یا طرح و دفاع از دعاوی مرتبط با شرکت نماید به احتمال بسیار زیاد با ایراد دادگاه مبنی بر فقدان سمت و اختیار مواجه شده و دعوی مطروحه یا دفاعیه‌ی ارائه‌شده رد خواهد گردید. بدیهی است چنین نتیجه‌ای برای شرکت موجب زیان و خسارت سنگین و حتی خسارت غیرقابل‌جبران خواهد بود. برای این‌که وکیل شرکت و خود شرکت، با چنین ایراد و خسارتی مواجه نگردند لازم است قبل از طرح دعوی یا پیش از اعلام وکالت برای دفاع از دعوی، اخذ مصوبه هیئت‌مدیره جهت تفویض اختیار تعیین وکیل و نیز تفویض اختیار طرح و دفاع از دعوی به مدیرعامل شرکت مورد توجه قرار گیرد. در سال‌های اخیر تحقیقات زیادی من جمله تحقیقات بنیادی؛ کاهنمن و لوالو<sup>۱</sup> (۱۹۹۳) و برون و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۶) اذعان دارند که مدیران همواره به‌صورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده و تحت تأثیر رفتار خود از جمله اعتماد به نفس بیش‌ازحد قرار گرفته و منجر به اتخاذ تصمیمات غیر عقلایی می‌شود که این امر تأثیر بسزایی بر عملکرد مالی و سودآوری شرکت به دنبال دارد. مدیر آن‌که اعتماد به نفس بیش‌ازحد مدیران بر تصمیمات خود مصمم بوده و به دید خود بهترین و مناسب‌ترین تصمیم را اتخاذ نموده‌اند. از این‌رو، ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌ها به حساب می‌آید (برتراند و اسکوار، ۲۰۰۳).  
در حقیقت، یکی از ویژگی‌های مهم شخصیتی مدیر آن‌که همواره در تحقیقات متعددی در مورد آن بحث می‌شود، اعتماد به نفس بیش‌ازحد می‌باشد. فرا اعتمادی، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی مدرن است که در تئوری‌های مالی و هم روانشناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. بیش اطمینانی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش‌ازحد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده، احساس کندروی مسائل و رویدادها کنترل دارد، درحالی‌که ممکن است درواقع این‌گونه نباشد (شمس و همکاران، ۱۳۸۹).

ادبیات رو به رشد در بخش امور مالی بیشتر به بررسی چگونگی تجربیات فردی و اجتماعی مدیران بر اجرای سیاست‌های مالی در شرکت‌ها مربوط می‌شود. شواهد نشان‌دهنده این است که مدیران با تخصص‌های متفاوت می‌توانند سیاست‌های مالی شرکت‌های بزرگ و کوچک را تغییر دهد. مطالعات نشان داده‌اند که دوره تصدی مدیران ممکن است منجر به

<sup>1</sup> Kahneman, D. and Lovallo, D.

<sup>2</sup> Brown, K

<sup>3</sup> Bertrand and Schoar

تصمیم‌گیری‌هایی شود که متفاوت با نظریه مطلوبیت باشد، زیرا این دسته از مدیران به شواهد گذشته بیشتر دسترسی داشته و استفاده می‌کنند (دیتمار و داچین<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶).

از سوی دیگر باید اشاره کرد یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام می‌باشد، بازده سهام خود به‌تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌نمایند. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. این معیار دارای محتوای اطلاعاتی زیادی می‌باشد، زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه‌گذاران را به‌خوبی منعکس می‌کند (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۹۱).

همواره سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در سهام، مجموعه‌ای از متغیرها و عوامل مالی و غیر مالی را در نظر می‌گیرند. تصمیم‌گیرندگان با آگاهی از عوامل مؤثر بر بازدهی سهام می‌توانند رفتار قیمت سهام را با دقت بیشتری تعیین کنند و در نتیجه تصمیمات صحیح‌تری اتخاذ نمایند. بازده سهام متأثر از بازده انواع دارایی‌ها، تغییرات شرایط اقتصادی و سیاسی، واکنش رفتار طیف گسترده‌ای از تصمیم‌گیرندگان، ریسک و بسیاری عوامل شناخته و ناشناخته می‌باشد (صمدی و بیانی، ۱۳۹۰).

حال مسئله که مطرح است، این است که آیا اختیار مدیران بر رابطه بین خالص دارایی عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد؟ از این‌رو اهداف و فرضیه‌های تحقیق حاضر در راستای پاسخگویی به این سؤال طراحی می‌گردد.

### مبانی نظری و پیشینه تحقیق

در یک جامعه تمامی افراد در پی افزایش رفاه خویش و کسب منفعت و بازده می‌باشند سرمایه‌گذاران نیز در پی افزایش سرمایه‌گذاری هستند تا بازده سهام آن‌ها حداکثر شود لذا نیاز به اطلاعاتی دارند تا بتوانند بازده یک سرمایه‌گذاری را پیش‌بینی کنند. بازده یک سرمایه‌گذار بیانگر منابع حاصل از آن سرمایه‌گذاری‌ها است. افراد تمایل دارند که اطلاعات نرخ پایه، اطلاعات چکیده و اطلاعات آماری به‌صورت کلی و کمتر از حد متعارف در اختیار آن‌ها قرار بگیرد. NOA در ترازنامه به‌عنوان تفاوت بین دارایی عملیاتی و بدهی عملیاتی می‌باشد. دارایی‌هایی که برای سرمایه‌گذاری بلندمدت استفاده می‌شوند جزو دارایی عملیاتی ثبت نمی‌شوند مانند سیستم‌های امنیتی استفاده‌شده در شرکت و یا دارایی‌های نگهداری شده برای فروش در آینده جهت سود بیشتر که به آن دارایی آماده به فروش گفته می‌شود. یکی از نشانه‌های مدیریت قوی در هر شرکتی سودآوری بالا از طریق سرمایه‌گذاری حداقل در دارایی‌های عملیاتی می‌باشد. با این حال نمی‌توان سودآوری کم شرکت‌ها را دلیل بر افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های عملیاتی شرکت نامید (جورجیو و تاماکوس، ۲۰۱۶).

از طرفی مدیریت وجه‌نقد شرکت به تقاضا برای وجه نقد بستگی دارد. هدف مدیریت وجه نقد آن است که با محدود کردن سطوح وجه‌نقد در شرکت، ثروت سهامداران را حداکثر کند. وجه‌نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه‌نقد و هزینه وجه‌نقد ناکافی تعادل برقرار شود. شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری تعادل میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند (هارفورد و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸).

<sup>4</sup> Dittmar and Duchin

<sup>5</sup> Harford et all

حال به واقع نیاز به یک پژوهشی که تأثیر اختیارات مدیران بر رابطه بین خالص دارایی عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را نقد و بررسی کند احساس می‌شود، لذا این تحقیق با توجه به اهمیت و ضرورت‌های ذکر شده به دنبال بررسی و بحث در مورد این سه مؤلفه می‌باشد تا کاستی‌های پژوهش‌های مشابه قبلی را جبران کند و انتظار می‌رود نتایج و یافته‌های به دست آمده حاصل از تحقیق حاضر مورد استفاده گروه‌های مختلف به جهت اهمیت موضوع واقع گردد.

### پیشینه تحقیقات داخلی

عسگر نژادنوری (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد فرا تحلیل انجام داد. جامعه آماری پژوهش شامل مطالعاتی است که عوامل مؤثر در بازده سهام شرکتها را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است. بر اساس پیشینه پژوهش، عوامل مؤثر شامل نسبت‌های نقدینگی، اهرمی، فعالیت، سودآوری، بازار، جریان‌های نقدی، شاخص‌های ریسک، مدیریت سود، پیش‌بینی سود، سرمایه‌گذاری واقعی و ویژگی‌های شرکت در نظر گرفته شد. نتایج نشان داد نسبت‌های نقدینگی، اهرمی، فعالیت، مدیریت سود و ویژگی‌های شرکت در بازده سهام شرکت‌ها تأثیر نداشته است؛ اما تأثیر مثبت سایر عوامل یعنی نسبت‌های سودآوری شامل نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میزان سود و حاشیه سود، نسبت‌های بازار شامل بازده بازار، نسبت‌های جریان‌های نقدی شامل جریان‌های نقدی ناشی از عملیات، شاخص‌های ریسک شامل صرف ریسک، شاخص‌های پیش‌بینی سود شامل افق زمانی پیش‌بینی سود و در نهایت، سرمایه‌گذاری واقعی در بازده سهام تأیید شد.

خان محمدی و گرجی زاده (۱۳۹۶) تحقیقی با عنوان بررسی اثرات عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی انجام دادند. این تحقیق به بررسی عوامل مؤثر بر میزان سرمایه‌ای می‌پردازد که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه آن را سرمایه‌گذاری می‌نمایند. در راستای این بررسی به ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. داده‌ها از طریق پرسش‌نامه جمع‌آوری گردیده و با استفاده از تحلیل رگرسیون چندگانه میزان رابطه میان متغیرها اندازه‌گیری شده است. نتایج به دست آمده نیز حاکی از این موضوع است که به ترتیب میزان بازده جاری کسب شده سرمایه‌گذار در بورس، پس‌انداز، سال‌های حضور در بورس، درآمد و افق سرمایه‌گذاری بیشترین تأثیر را روی حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار دارا می‌باشند.

برزگری خانقاه و جمالی (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از نسبت‌های مالی را مورد مطالعه قرار دادند. نمونه آماری این تحقیق شامل ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی بین ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. نتایج حاکی از آن است نسبت‌های سودآوری در بین سایر گروه‌های نسبت‌های مالی از سهم بالاتری در پیش‌بینی بازده سهام برخوردارند. و در این بین نسبت بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام بیشترین توانایی در توضیح تغییرات بازده سهام را از خود نشان داده‌اند.

ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان رابطه بین تصمیمات تأمین مالی با انواع مدیریت سود پرداختند. نمونه آماری این تحقیق شامل ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی بین ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ می‌باشد. نتایج پژوهش با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره و روش داده‌های تابلویی، بیانگر رابطه منفی بین اهرم مالی و مدیریت ارقام تعهدی جونز و کوتاری و سطح کلی مدیریت سود است. همچنین بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی رابطه مثبتی وجود دارد.

## پیشینه تحقیقات خارجی

یولیا ایفنی<sup>۶</sup> (۲۰۱۷) در تحقیقی تحت عنوان بررسی تأثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات تأمین مالی بر رابطه بین ریسک شرکت و ارزش شرکت‌های اندونزی پرداختند. وی با بررسی نمونه‌ای مشتمل بر ۳۱۶ شرکت برای ۹ سال شامل سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۸ مورد استفاده قرار گرفت شده است. نتایج نشان داد که بین ریسک شرکت و ارزش شرکت یک رابطه مستقیم وجود دارد. و حال اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری این رابطه را تحت تأثیر قرار می‌دهد ولی تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های اندونزی بر رابط بین ریسک و ارزش شرکت تأثیرگذار نیست.

دیتمار و داچین (۲۰۱۶)، در پژوهشی به بررسی تأثیر تجربه حرفه‌ای مدیران در سیاست‌های مالی شرکت‌ها پرداخته‌اند. جامعه آماری آن‌ها ۹۰۰ نفر از مدیران شرکت‌ها در سال ۲۰۱۵ در کشور انگلیس بوده است. شاخص‌های مورد استفاده در این پژوهش اهرم مالی، سطح نگه داشت وجه نقد، هزینه‌های سرمایه، دارایی‌های مشهود، ارزش بازار به ارزش اسمی، سودآوری، اندازه، جریان نقدی و نوسانات جریان نقدی صنعت بوده است. نتایج نشان داد که مدیران اجرایی شرکت‌هایی که تجربه بدهی کمتری را داشته‌اند، سطح نگه داشت وجه نقد پایین بوده و نسبت به سایر شرکت‌ها نیز سرمایه‌گذاری کمتری توسط آن‌ها انجام می‌گرفته است.

جورجیو وتاماکوس (۲۰۱۶) در تحقیقی تحت عنوان بررسی ارتباط بین خالص دارایی عملیاتی، اختیارات مدیران و بازده سهام پرداختند. آنان برای این منظور با استفاده از داده‌های ۱۶ کشوری اروپایی بالغ بر ۳۲۰ مشاهده (۷۵۱ سال شرکت)، در بازه زمانی طولانی مدت ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۹ به این نتیجه رسیدند که بین خالص دارایی عملیاتی و بازده سهام رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. بدین معنا که هرچه قدر خالص دارایی در شرکت بیشتر شود به مراتب بازده سهام نیز بهبود می‌یابد و همچنین اختیارات مدیران نیز این رابطه را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

دولمن و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۶) در تحقیقی به بررسی رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و بازده سهام پرداختند. برای این منظور از اطلاعات ۲۵۰۱۴ مشاهده برای سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۱۰ با به کارگیری رگرسیون چند متغیره به این نتیجه رسیدند که بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و بازده سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد. بدین گونه که هرچه قدر اعتماد به نفس مدیران بیشتر باشد بازدهی سهام نیز بیشتر خواهد بود.

## فرضیه‌های تحقیق

با در نظر گرفتن چارچوب علمی به دست آمده می‌توان برای این تحقیق فرضیه‌های اصلی زیر را مطرح کرد:

### فرضیه های اصلی

۱- رابطه معناداری بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

۲- اختیارات مدیران بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

<sup>6</sup> Yulia Efni

<sup>7</sup> Doellman et al

### فرضیه فرعی:

- ۱- تصمیمات سرمایه‌گذاری بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
- ۲- تصمیمات تأمین مالی بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
- ۳- تصمیمات تقسیم سود بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

### روش تحقیق

از لحاظ طبقه‌بندی تحقیق بر مبنای هدف این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی است. هدف تحقیق کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. به عبارت دیگر تحقیق کاربردی به سمت کاربرد علمی دانش هدایت می‌شود. تحقیق حاضر از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش، از نوع تحقیقات توصیفی است. تحقیق توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که هدف آن‌ها توصیف کردن شرایط یا پدیده‌های موردبررسی است. از بین تحقیقات توصیفی این تحقیق از نوع تحقیقات پس‌رویدادی می‌باشد. در تحقیق پس‌رویدادی محقق به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص که قبلاً وجود داشته یا رخ داده است از طریق مطالعه نتایج حاصل از آن‌هاست، لذا محقق در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی از طریق مشاهده و مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی آن به امید یافتن علت وقوع پدیده است، به عبارت دیگر محقق در روش تحقیق علی مقایسه‌ای به دنبال مطالعه و بررسی علل احتمالی متغیر وابسته می‌باشد، زیرا متغیر وابسته و مستقل هر دو در گذشته رخ داده‌اند و بر همین مبنای نوع تحقیق را پس‌رویدادی می‌نامند. همچنین این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات حسابداری مالی می‌باشد. در واقع تحقیقات شبه تجربی به منظور نزدیک ساختن تحقیق به شرایط تجربیات حقیقی، در مواردی به کار گرفته می‌شود که امکان کنترل یا به‌کارگیری تمام متغیرهای مربوط وجود ندارد. در این نوع از تحقیقات، محقق باید پژوهش خود را با توجه به همه محدودیت‌ها به انجام برساند. کلیه تحقیقات مشهور به تحقیقات میدانی، تحقیقات عملی و اجرایی و نیز اشکال پیچیده‌تر تحقیق کاربردی که کنترل متغیرها به‌طور نسبی امکان دارد جزء تحقیقات شبه تجربی قرار می‌گیرند.

### جامعه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل شده و قلمرو زمانی تحقیق به صورت یک دوره ۶ ساله از سال ۱۳۹۰ تا سال ۱۳۹۵ تعریف شده است. همچنین، نمونه آماری به روش حذفی و با در نظر گرفتن معیارهای چهارگانه زیر انتخاب شده است:

- (۱) تا قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشند.
- (۲) پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفندماه باشد.
- (۳) اطلاعات آن‌ها در دسترس باشد.

۴) جزو بانکها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانکها و لیزینگ‌ها) نباشند.  
با توجه به شرایط فوق نمونه نهایی شامل ۱۲۶ شرکت انتخاب شد.

### روش گردآوری و تجزیه تحلیل داده‌های تحقیق

از آنجاکه این تحقیق با داده‌های واقعی شرکت‌ها سروکار دارد، برای فراهم کردن مطالعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار که با توجه به متغیرهای پژوهش مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌شود، از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده‌ی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار تدبیر پرداز، ره‌آورد نوین، سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده‌شده است. همچنین برای فراهم نمودن مطالب و اطلاعات مربوط به ادبیات تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده‌شده است. پس از آن که داده‌ها از نمونه‌های جامعه آماری جمع‌آوری شد، مرحله بعد آن است که داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌ها تحلیل شود. فرایند تجزیه و تحلیل داده‌ها یک فرایند چندمرحله‌ای است که طی آن داده‌های جمع‌آوری‌شده خلاصه، کدبندی، بسته‌بندی و درنهایت پردازش می‌شوند تا زمینه اجرای تحلیل‌ها و انجام آزمون فراهم گردد. در این بخش با توجه به حجم وسیع داده‌ها و ضرورت پردازش آن‌ها برای برآورد آمارهای توصیفی و پارامترهای مدل تحقیق و تجزیه و تحلیل و استنباط آماری از نرم‌افزارهای Eviews و Excel استفاده‌شده است. به این منظور، برای پردازش، دسته‌بندی و آماده نمودن متغیرها و ورود به نرم‌افزارهای Eviews از نرم‌افزار تخصصی Excel استفاده‌شده است و درنهایت برای برآورد مدل تحقیق از نرم‌افزار Eviews استفاده گردیده است.

### متغیرهای تحقیق

#### متغیر مستقل

در این تحقیق متغیر مستقل خالص دارایی‌های عملیاتی می‌باشد که برای اندازه‌گیری این متغیر از مدل زیر استفاده می‌شود.

$$NOA_t = (OA_t - OL_t) / TA_{t-1}$$

NOA<sub>t</sub>: خالص دارایی‌های عملیاتی

OA<sub>t</sub>: دارایی‌های عملیاتی شرکت

OL<sub>t</sub>: بدهی‌های عملیاتی شرکت

TA<sub>t-1</sub>: کل دارایی شرکت در سال قبل

که برای دستیابی به دارایی عملیاتی از مدل زیر استفاده خواهیم کرد:

$$OA_t = TA_t - CASH_t$$

CASH<sub>t</sub>: وجه نقد شرکت به علاوه وجه سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت شرکت

و همچنین برای محاسبه بدهی عملیاتی از مدل زیر استفاده خواهد شد:

$$OL_t = TA_t - MINT_t - LTD_t - OPS_t$$

TA<sub>t</sub>: کل دارایی‌های شرکت

MINT: حقوق صاحبان سهام اقلیت شرکت

$LTD_t$ : کل بدهی جاری شرکت  
 $OPS_t$ : حقوق صاحبان سهام عادی شرکت

### متغیر وابسته

با توجه به موضوع، متغیر وابسته تحقیق حاضر بازده سهام می‌باشد که برای محاسبه آن از یک معیار شناخته شده که از این معیار استفاده کرده‌اند که فرمول آن به شرح زیر می‌باشد.

$$\text{بازده سهام} = \frac{\text{مزایای سهام جایزه} + (\text{تفاوت قیمت سهم در اول و آخر سال مالی}) + \text{مزایای حق تقدم} + \text{سود نقدی ناخالص هر سهم}}{\text{آخرین قیمت سهم در آخر سال مالی}}$$

### متغیر تعدیلگر

با توجه به اینکه اختیارات مدیران را با سه معیار محاسبه و سنجش می‌کنیم پس سه متغیر مدنظر به شرح زیر ارزیابی می‌گردد:  
✓ تصمیمات سرمایه‌گذاری

تصمیمات سرمایه‌گذاری یکی از معیارهای اختیار مدیران می‌باشد از شاخص سرمایه‌گذاری استفاده شده است که این شاخص که از تقسیم کل سرمایه‌گذاری شرکت بر دارایی ثابت به دست می‌آید.

$$\text{شاخص سرمایه‌گذاری} = \frac{\text{کل سرمایه‌گذاری}}{\text{دارایی ثابت}}$$

### ✓ تصمیمات تأمین مالی

تصمیمات تأمین مالی دیگر معیار اختیار مدیران می‌باشد که منظور از تصمیمات سرمایه‌گذاری همان ساختار سرمایه می‌باشد که در حقیقت نشانگر میزان بدهی که برای تأمین مالی دارایی‌های یک شرکت مورد استفاده گرفته شده است. برای اندازه‌گیری تصمیمات تأمین مالی از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

### ✓ تصمیمات تقسیم سود

میزان سود تقسیمی توسط شرکت‌ها معیار اندازه‌گیری سیاست تقسیم سود است که از نسبت سود تقسیمی به سود خالص شرکت‌ها به دست می‌آید.

### متغیر کنترلی

اندازه شرکت (Size): که به صورت لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد.  
رشد فروش (S Grow): رشد فروش شرکت است که از تفاوت فروش دوره جاری با دوره قبل تقسیم بر فروش دوره قبل به دست می‌آید.

سودآوری (ROE): در این تحقیق بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان شاخص سودآوری می‌باشد.



## تجزیه تحلیل داده‌های تحقیق آمار توصیفی

در جدول ۱ آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق نشان داده شده است. هدف از گردآوری و بیان آمار توصیفی طبقه‌بندی و پردازش داده‌ها برای درک بیشتر و همچنین بیانی آماری از اعداد و ارقام متغیرها می‌باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده سهام	۳.۲۳	-۰.۰۱	۳۵۰	-۷۱.۴۳	۲۳.۲۴	۷.۳۶	۹۳.۵۹
خالص دارایی‌های عملیاتی	۰.۰۴	۰.۲۰	۱.۴۷	-۱۷.۶۷	۱.۳۵	-۸.۴۲	۸۶.۰۱
تصمیمات سرمایه‌گذاری	۰.۲۶	۰.۲۲	۰.۸۶	۰.۱۰	۰.۱۴	۱.۳۷	۴.۷۰
تصمیمات تأمین مالی	۰.۶۳	۰.۶۶	۰.۹۶	۰.۰۶	۰.۱۷	-۰.۵۵	۲.۹۷
تصمیمات تقسیم سود	۰.۴۹	۰.۵۴	۱	۰.۰۰۴	۰.۲۸	-۰.۱۵	۱.۸۱
تعدیلی تصمیمات سرمایه‌گذاری	-۰.۰۶	۰.۰۴	۰.۴۸	-۱۱.۰۳	۰.۸۲	-۱۰.۳۴	۱۲۰.۶
تعدیلی تصمیمات تأمین مالی	۰.۰۱	۰.۱۱	۱.۳۲	-۱۵.۳۸	۰.۹۹	-۹.۶۸	۱۱۸.۲
تعدیلی تصمیمات تقسیم سود	۰.۰۰۶	۰.۰۶	۱.۲۰	-۹.۰۷	۰.۷۷	-۸.۶۶	۸۸.۵
اندازه شرکت	۱۳.۳۳	۱۳.۳۸	۱۷.۹۸	۱۰.۵۰	۱.۱۶	-۰.۹۶	۴.۶۲
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۴۱	۰.۲۲	۵۹.۸۲	-۹۱.۸۰	۵.۲۲	۳.۱۸	۱۸۸.۱
رشد فروش	۰.۱۷	۰.۱۵	۲.۹۷	-۰.۷۳	۰.۳۴	۱.۷۲	۱۲.۹۱

با توجه به جدول ۱، میانگین متغیرهای تحقیق شامل بازده سهام، خالص دارایی‌های عملیاتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری، تصمیمات تأمین مالی، تصمیمات تقسیم سود، تعدیلی تصمیمات سرمایه‌گذاری، تعدیلی تصمیمات تأمین مالی، تعدیلی تصمیمات تقسیم سود، اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام، رشد فروش به ترتیب برابر با ۳.۲۳، ۰.۰۴، ۰.۲۶، ۰.۶۳، ۰.۴۹، -۰.۰۶، ۰.۰۱، ۰.۰۰۶، ۱۳.۳۳، ۰.۴۱، ۰.۱۷ می‌باشد. بیشترین و کمترین مقدار متغیرهای تحقیق شامل بازده سهام، خالص دارایی‌های عملیاتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری، تصمیمات تأمین مالی، تصمیمات تقسیم سود، تعدیلی تصمیمات سرمایه‌گذاری، تعدیلی تصمیمات تأمین مالی، تعدیلی تصمیمات تقسیم سود، اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام، رشد فروش به ترتیب برابر با ۳۵۰ و -۷۱.۴۳، ۱.۴۷ و -۱۷.۶۷، ۰.۸۶ و ۰.۱۰، ۰.۹۶ و ۰.۰۶، ۱ و ۰.۰۰۴، ۰.۴۸ و -۱۱.۰۳، ۰.۸۲ و -۱۰.۳۴، ۰.۹۹ و -۹.۶۸، ۰.۷۷ و -۸.۶۶، ۱۳.۳۳ و ۱۳.۳۸، ۱۷.۹۸ و ۱۰.۵۰، ۵۹.۸۲ و -۹۱.۸۰، ۵.۲۲ و ۳.۱۸، ۱.۱۶ و -۰.۹۶، ۱۲.۹۱ و ۱۲.۹۱، ۱.۷۲ و ۱.۷۲، ۰.۳۴ و -۰.۷۳ می‌باشد.

## آزمون ایستایی

پیش از برآورد مدل در مطالعاتی که با داده‌های پانلی (مقطعی و سری زمانی) مربوط هستند باید مانایی (ثابت بودن توزیع متغیر در طول زمان) متغیرهای مورد مطالعه بررسی شوند زیرا در صورتی که متغیرها مانا نباشد، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب می‌شوند.

برای تعیین مانایی<sup>۸</sup> متغیرهای مدل از آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. پایایی متغیرها به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف است. طبق نظر گجراتی در اقتصادسنجی چنانچه تعداد مقاطع یا شرکت‌ها خیلی بیشتر از مقطع زمانی باشد نیازی به مانا کردن یا پایایی داده‌ها نداریم. در این تحقیق از آزمون لوین، لین و چو برای آزمون مانایی متغیرها استفاده شده است. در این تحقیق برای انجام آزمون ایستایی از روش لوین-لین-چاو استفاده شده است. نتایج آزمون ایستایی نمایانگر این است که در مورد تمامی متغیرها، به جز متغیرهای اندازه موسسه حسابرسی، تداوم انتخاب حسابرس و اندازه شرکت، سطح معناداری آن‌ها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. بنابراین تمامی متغیرها به جز اندازه شرکت، در سطح ایستا می‌باشند. نتایج بعد از ماناسازی متغیر اندازه شرکت در جدول شماره ۳ ارائه شده است. متغیرها که سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در سطح ایستا قرار دارد. (جدول ۲ و ۳).

جدول (۲): آزمون ایستایی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه
بازده سهام	-۳۴.۰۴	۰.۰۰۰	ایستا
خالص دارایی‌های عملیاتی	-۹.۷۸	۰.۰۰۰	ایستا
تصمیمات سرمایه‌گذاری	-۱۶.۹۲	۰.۰۰۰	ایستا
تصمیمات تأمین مالی	-۳۷.۱۷	۰.۰۰۰	ایستا
تصمیمات تقسیم سود	-۳۰.۴۱	۰.۰۰۰	ایستا
تعدیلی تصمیمات سرمایه‌گذاری	-۱۸.۸۳	۰.۰۰۰	ایستا
تعدیلی تصمیمات تأمین مالی	-۱۴.۷۲	۰.۰۰۰	ایستا
تعدیلی تصمیمات تقسیم سود	-۱۷.۹۷	۰.۰۰۰	ایستا
اندازه شرکت	۱۶.۴۹	۱.۰۰۰	عدم ایستایی
بازده حقوق صاحبان سهام	-۲۰۹.۰۴	۰.۰۰۰	ایستا
رشد فروش	-۲۵.۲۳	۰.۰۰۰	ایستا

جدول (۳): ایستایی متغیرهای نامانا

نام متغیر	آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه
اندازه شرکت	۱۵۴.۰۰۹	۰.۰۰۰	ایستا

### برآورد روش مدل تحقیق

در مدل‌های رگرسیونی بالا در صورتی که ضریب متغیر مستقلی معنی‌دار باشد نتیجه خواهد شد فرضیه متناظر با متغیر مستقل تأیید می‌شود.

<sup>8</sup> stationary

در مطالعات با داده‌های پانلی ابتدا باید مشخص شود که تفاوت فردی یا به اصطلاح ناهمگنی در مقاطع وجود دارد یا اینکه مقطع‌ها باهم همگن هستند؟ با استفاده از آزمون F لیمر می‌توان وجود ناهمگنی را در بین مقاطع مشخص کرد. فرضیه‌های آماری آزمون F لیمر به صورت زیر می‌باشند.

فرض صفر: مقاطع همگن می‌باشند یا به عبارتی مدل ترکیبی (pooled data) برای برآورد مناسب می‌باشد.  
فرض مقابل: بین مقاطع ناهمگنی وجود دارد یا به عبارتی مدل پانلی (panel data) برای برآورد مناسب می‌باشد.  
در صورتی که فرض صفر مبنی بر همگن بودن مقاطع (مناسب بودن مدل ترکیبی تأیید شود) باید تمامی داده‌ها با یکدیگر ترکیب شوند و به وسیله یک رگرسیون کلاسیک پارامترها برآورد شوند. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۴ نشان داده شده است. در مدل‌های تحقیق با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آزمون F لیمر کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد، نتیجه می‌شود که روش پانلی برای برآورد مدل‌های تحقیق مناسب می‌باشد. با توجه به آزمون F لیمر که روش برآورد با داده‌های پانلی را برای مدل‌های تحقیق مناسب نشان داد، در روش برآورد با داده‌های پانلی نیز دو روش، برآورد با مدل اثرات ثابت یا اثرات تصادفی وجود دارد که برای تعیین این که برای برآورد پارامترهای مدل، از مدل اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. فرض صفر آزمون هاسمن مبنی بر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی برای برآورد مدل‌ها با داده‌های پانلی است. نتیجه آزمون هاسمن برای گزینش بین اثرات ثابت و تصادفی مدل‌های تحقیق در جدول ۵ آورده شده است.

جدول (۴): آزمون F لیمر

Prob	درجه آزادی	F لیمر محاسباتی	معادله مربوط به
۰.۰۰۰	۱۲۵۶۲۰	۴.۸۸	فرضیه اول
۰.۰۰۰	۱۲۵۶۱۷	۴.۷۳	فرضیه دوم
۰.۰۰۰	۱۲۵۶۱۸	۴.۶۹	فرضیه سوم
۰.۰۰۰	۱۲۵۶۱۸	۴.۷۶	فرضیه چهارم

از آنجایی که سطح معناداری برای فرضیه‌های تحقیق که در این جدول با prob نمایش داده می‌شود از ۰.۰۵ کمتر شده است، در نتیجه فرضیه صفر رد و فرضیه مقابل آن تأیید می‌شود. یعنی فرضیه امکان وجود داده‌های تلفیقی به نفع داده‌های تابلویی رد می‌شود.

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن

Prob	مقدار آماره کای دو	معادله مربوط به
۰.۰۰۲	۱۶.۲۷	فرضیه اول
۰.۰۰۴	۹.۱۶	فرضیه دوم
۰.۰۰۴	۱۸.۷۶	فرضیه سوم
۰.۰۲۳	۱۴.۶۲	فرضیه چهارم

از آنجایی که سطح معناداری در این جدول از ۰.۰۵ کمتر شده است، در نتیجه فرضیه صفر رد و فرضیه مقابل آن تأیید می‌شود. یعنی روش مناسب جهت برآورد مدل، روش اثرات ثابت می‌باشد.

مدل تحلیلی تحقیق بر اساس اهداف و فرضیات تحقیق به صورت زیر طراحی گردیده شده است:

مدل ۱ (فرضیه اصلی اول)

$$Re_{it} = \alpha_0 + \beta_1 NOA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 s\ grow + \varepsilon_{it}$$

مدل ۲ (فرضیه اصلی دوم)

$$Re_{it} = \alpha_0 + \beta_1 NOA_{it} + \beta_2 MD_{it} + \beta_3 NOA_{it} * MD_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 s\ grow + \varepsilon_{it}$$

مدل ۳ (فرضیه فرعی اول)

$$Re_{it} = \alpha_0 + \beta_1 NOA_{it} + \beta_2 IN_{it} + \beta_3 NOA_{it} * IN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 s\ grow + \varepsilon_{it}$$

مدل ۴ (فرضیه فرعی دوم)

$$Re_{it} = \alpha_0 + \beta_1 NOA_{it} + \beta_2 FI_{it} + \beta_3 NOA_{it} * FI_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 s\ grow + \varepsilon_{it}$$

مدل ۵ (فرضیه فرعی سوم)

$$Re_{it} = \alpha_0 + \beta_1 NOA_{it} + \beta_2 DI_{it} + \beta_3 NOA_{it} * DI_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 s\ grow + \varepsilon_{it}$$

Re : بازده شرکت (متغیر وابسته)

NOA : خالص دارایی های عملیاتی (متغیر مستقل)

FI : تصمیمات تأمین مالی (متغیر تعدیلی)

IN : تصمیمات سرمایه گذاری (متغیر تعدیلی)

DI : تصمیمات تقسیم سود (متغیر تعدیلی)

ROE : بازده حقوق صاحبان (متغیر کنترلی)

s grow : رشد فروش (متغیر کنترلی)

SIZE : اندازه شرکت (متغیر کنترلی)

$\alpha$  : مقدار ثابت

$\beta$  : ضرایب متغیرها

$\varepsilon_{it}$  : خطای مدل رگرسیونی (باقی مانده مدل)

## بررسی فرضیه تحقیق

### تخمین تأثیر خالص دارایی های عملیاتی بر بازده سهام شرکتها

در این مطالعه برای آزمون همبسته بودن باقیمانده ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل رگرسیون می باشد و خود همبستگی نامیده می شود از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون مابین ۱.۵ و ۲.۵ بوده، می توان نتیجه گرفت باقیمانده ها مستقل از هم می باشند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱.۷۷ می باشد. ضریب تعیین مدل (۰/۸۲) معرف قدرت توضیح کنندگی مدل برآورد شده می باشد. ضریب تعیین نشان می دهد که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل تبیین می شود. به عبارت دیگر ضریب تعیین نشان دهنده این است که چه مقدار از تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیر مستقل مربوطه بوده و مابقی تغییرات متغیر وابسته مربوط به سایر عوامل می باشد. تفاوت مهم ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده این است که مناسب بودن متغیرها برای مدل توسط ضریب تعیین حتی با وجود مقدار بالا قابل مشخص نیست در صورتی که می توان به مقدار برآورد شده ضریب تعیین تعدیل شده اعتماد کرد. در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به جدول ۶ از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر خالص دارایی های عملیاتی برابر

با (۰.۰۰۰)، کوچکتر از ۰.۰۵ می‌باشند، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر بازده سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب متغیر خالص دارایی‌های عملیاتی شرکت‌ها (۰.۲۰)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد همچنین در بررسی سطح معنی‌داری متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و رشد فروش به ترتیب برابر با (۰.۰۰۰)، (۰.۰۰۰)، (۰.۰۰۱)، می‌باشد که تأثیر این متغیرها بر بازده سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب متغیرهای اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و رشد فروش به ترتیب برابر با (۰.۱۳)، (۰.۰۸) و (۰.۰۶)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیرها بر بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد.

جدول (۶): برآورد مدل ۱ تحقیق

متغیر وابسته: بازده سهام $Re$					
رابطه	سطح معناداری	ضریب تورم واریانس	آماره $t$	ضریب	متغیرهای مستقل
معنی‌دار	۰.۰۰۰	۱.۰۳	۵.۷۴	۰.۲۰	خالص دارایی‌های عملیاتی
معنی‌دار	۰.۰۰۰	۱.۰۰۳	۴.۸۹	۰.۱۳	اندازه شرکت
معنی‌دار	۰.۰۰۰	۱.۰۲	۳.۵۷	۰.۰۸	بازده حقوق صاحبان سهام
معنی‌دار	۰.۰۰۱	۱.۰۶	۳.۱۹	۰.۰۶	رشد فروش
۰.۸۲	ضریب تعیین مدل				
۰.۷۸	ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل				
۱.۷۷	آماره دوربین واتسون				
۲۲.۲۸	آماره $F$ جدول				
۰.۰۰۰	سطح معناداری				

**تخمین تأثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها**  
در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه به جدول ۷، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تصمیمات سرمایه‌گذاری برابر با (۰.۰۰۰)، کوچکتر از ۰.۰۵ می‌باشند، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر بازده سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب متغیر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها (۰.۲۵)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه به جدول ۷، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تعدیلی تصمیمات سرمایه‌گذاری برابر با (۰.۰۰۰)، کوچکتر از ۰.۰۵ می‌باشند، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب متغیر تعدیلی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها (۰.۲۱)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد. همچنین در بررسی سطح معنی‌داری متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و رشد فروش به ترتیب برابر با (۰.۰۰۰)، (۰.۰۰۴)، (۰.۰۰۰)، می‌باشد که تأثیر این متغیرها بر بازده سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب متغیرهای اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و

رشد فروش به ترتیب برابر با (۰.۱۲)، (۰.۰۶) و (۰.۰۶)، نشان دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیرها بر بازده سهام شرکتها می باشد.

جدول (۷): برآورد مدل ۲ تحقیق

متغیر وابسته: بازده سهام $Re$					
رابطه	سطح معناداری	ضریب تورم واریانس	آماره $t$	ضریب	متغیرهای مستقل
معنی دار	۰.۰۰۰	۳.۹۹	۱۰.۵۵	۰.۴۱	خالص دارایی های عملیاتی
معنی دار	۰.۰۰۰	۲.۳۶	۱۱.۰۳	۰.۲۵	تصمیمات سرمایه گذاری
معنی دار	۰.۰۰۰	۱.۵۹	۷.۰۳	۰.۲۱	تعدیلی تصمیمات سرمایه گذاری
معنی دار	۰.۰۰۰	۱.۰۰۴	۴.۸۳	۰.۱۲	اندازه شرکت
معنی دار	۰.۰۰۴	۱.۰۳	۲.۸۶	۰.۰۶	بازده حقوق صاحبان سهام
معنی دار	۰.۰۰۰	۱.۰۷	۳.۳۲	۰.۰۵	رشد فروش
۰.۸۵	ضریب تعیین مدل				
۰.۸۲	ضریب تعیین تعدیل شده مدل				
۱.۸۴	آماره دوربین واتسون				
۲۸.۲۲	آماره $F$ جدول				
۰.۰۰۰	سطح معناداری				

### تخمین تأثیر تصمیمات تأمین مالی بر رابطه بین خالص دارایی های عملیاتی و بازده سهام شرکتها

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به جدول ۸، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تصمیمات تأمین مالی برابر با (۰.۰۰۲)، کوچکتر از ۰.۰۵ می باشد، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر بازده سهام شرکتها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی گردد. منفی بودن ضریب متغیر تصمیمات تأمین مالی شرکتها (۰.۰۷-)، نشان دهنده میزان تأثیر منفی این متغیر بر بازده سهام شرکتها می باشد. در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به جدول ۸، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تعدیلی تصمیمات تأمین مالی برابر با (۰.۰۰۰)، کوچکتر از ۰.۰۵ می باشد، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر رابطه بین خالص دارایی های عملیاتی و بازده سهام شرکتها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی گردد. منفی بودن ضریب متغیر تعدیلی تصمیمات سرمایه گذاری شرکتها (۰.۴۰-)، نشان دهنده میزان تأثیر منفی این متغیر بر رابطه بین خالص دارایی های عملیاتی و بازده سهام شرکتها می باشد. همچنین در بررسی سطح معنی داری متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و رشد فروش به ترتیب برابر با (۰.۰۰۰)، (۰.۰۱۵)، (۰.۰۱۳)، می باشد که تأثیر این متغیرها بر بازده سهام شرکتها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی گردد. مثبت بودن ضریب متغیرهای اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و رشد فروش به ترتیب برابر با (۰.۱۰)، (۰.۰۵) و (۰.۰۴)، نشان دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیرها بر بازده سهام شرکتها می باشد.

جدول (۸): برآورد مدل ۳ تحقیق

متغیر وابسته: بازده سهام $Re$					
رابطه	سطح معناداری	ضریب تورم واریانس	آماره $t$	ضریب	متغیرهای مستقل
معنی دار	۰.۰۰۰	۲.۲۴	۱۱.۹۳	۰.۵۱	خالص دارایی‌های عملیاتی
معنی دار	۰.۰۰۲	۱.۵۷	-۳.۰۰۱	-۰.۰۷	تصمیمات تأمین مالی
معنی دار	۰.۰۰۰	۲.۹۴	-۹.۷۳	-۰.۴۰	تعدیلی تصمیمات تأمین مالی
معنی دار	۰.۰۰۰	۱.۰۱	۴.۰۲	۰.۱۰	اندازه شرکت
معنی دار	۰.۰۱۵	۱.۰۴	۲.۴۱	۰.۰۵	بازده حقوق صاحبان سهام
معنی دار	۰.۰۱۳	۱.۰۸	۲.۴۶	۰.۰۴	رشد فروش
۰.۸۵	ضریب تعیین مدل				
۰.۸۲	ضریب تعیین تعدیل شده مدل				
۱.۷۲	آماره دوربین واتسون				
۲۸.۰۴	آماره $F$ جدول				
۰.۰۰۰	سطح معناداری				

### تخمین تأثیر تصمیمات تقسیم سود بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه به جدول ۹، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر خالص دارایی‌های عملیاتی برابر با (۰.۰۰۰)، کوچک‌تر از ۰.۰۵ می‌باشند، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر بازده سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب متغیر خالص دارایی‌های عملیاتی شرکت‌ها (۰.۴۲)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه به جدول ۹، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تصمیمات تقسیم سود برابر با (۰.۰۰۰)، کوچک‌تر از ۰.۰۵ می‌باشند، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر بازده سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب متغیر تصمیمات تقسیم سود شرکت‌ها (۰.۰۰۸)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه به جدول ۹، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تعدیلی تصمیمات تقسیم سود برابر با (۰.۰۰۰)، کوچک‌تر از ۰.۰۵ می‌باشند، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب متغیر تعدیلی تصمیمات تقسیم سود شرکت‌ها (۰.۲۵)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد. همچنین در بررسی سطح معنی‌داری متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و رشد فروش به ترتیب برابر با (۰.۰۰۰)، (۰.۰۰۶)، (۰.۰۰۲)، می‌باشد که تأثیر این متغیرها بر بازده سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب متغیرهای اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و رشد فروش به ترتیب برابر با (۰.۱۱)، (۰.۰۶) و (۰.۰۵)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیرها بر بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد.

جدول (۹): برآورد مدل ۴ تحقیق

متغیر وابسته: بازده سهام $Re$					
رابطه	سطح معناداری	ضریب تورم واریانس	آماره $t$	ضریب	متغیرهای مستقل
معنی دار	۰.۰۰۰	۶.۸۸	۸.۸۸	۰.۴۲	خالص دارایی‌های عملیاتی
معنی دار	۰.۰۰۰	۱.۵۳	۴.۰۹	۰.۰۸	تصمیمات تقسیم سود
معنی دار	۰.۰۰۰	۷.۱۳	۶.۶۳	۰.۲۵	تعدیلی تصمیمات تقسیم سود
معنی دار	۰.۰۰۰	۱.۰۰۳	۴.۳۳	۰.۱۱	اندازه شرکت
معنی دار	۰.۰۰۶	۱.۰۲	۲.۷۳	۰.۰۶	بازده حقوق صاحبان سهام
معنی دار	۰.۰۰۲	۱.۰۶	۲.۹۹	۰.۰۵	رشد فروش
۰.۸۴	ضریب تعیین مدل				
۰.۸۰	ضریب تعیین تعدیل شده مدل				
۱.۷۷	آماره دوربین واتسون				
۲۴.۹۴	آماره $F$ جدول				
۰.۰۰۰	سطح معناداری				

### فرضیه اصلی تحقیق: تخمین تأثیر اختیارات مدیران بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها

در بررسی معنی‌داری ضرایب، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیرهای تعدیلی تصمیمات سرمایه‌گذاری (۰.۰۰۰)، تعدیلی تصمیمات تأمین مالی (۰.۰۰۰) و تعدیلی تصمیمات تقسیم سود (۰.۰۰۰)، بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها، کوچک‌تر از ۰.۰۵ می‌باشد، در نتیجه وجود تأثیر اختیارات مدیران بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد نمی‌گردد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادهای تحقیق

ورقه سهم، سند قابل معامله‌ای است که مبین میزان مشارکت، تعهدات و منافع صاحب آن در یک شرکت سهامی است. متداول‌ترین نوع سهام، سهام عادی یا سهام معمولی است که دارندگان سهام به مبلغ مساوی از حقوق و امتیازات واحدی برخوردارند. بازده موردتوجه سرمایه‌گذار فقط یک پیش‌بینی از بازده واقعی آینده است. بنابراین نتیجه گرفته می‌شود که در سرمایه‌گذاری پیش‌بینی بازده از اهمیت بالایی برخوردار است. سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی بازده به عوامل مختلفی توجه می‌کنند و به عبارت دیگر عوامل مختلفی در پیش‌بینی بازده مؤثر است. این تحقیق باهدف بررسی ارتباط بین اختیار مدیران، خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام پذیرفته شد. پیشنهاد می‌شود:



۱) طبق نتیجه فرضیه اصلی اول تحقیق که نشان می‌دهد خالص دارایی‌های عملیاتی بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیر مستقیم و معناداری دارد، به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌گردد برای سرمایه‌گذاری به متغیرهای نظیر حاصل دارایی‌های عملیاتی توجه بیشتری نمایند چراکه خالص دارایی‌های عملیاتی نقش مهمی در بازدهی و ریسک آتی شرکت به‌ویژه در کوتاه‌مدت دارند.

۲) همچنین طبق فرضیه فرعی اول و سوم تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات تقسیم سود بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها تأثیر مستقیم و معناداری دارد، به مدیران شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود در اتخاذ تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری و تقسیم سود در راستای حداکثر کردن ثروت سهام‌داران که همان افزایش سودآوری و بالا بردن ارزش شرکت می‌باشد به عامل بسیار مهم میزان دارایی عملیاتی دقت بیشتری نمایند تا از این طریق موجب افزایش بازده سهام گردند.

۳) طبق فرضیه فرعی دوم تصمیمات تأمین مالی بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام شرکت‌ها تأثیر معکوس و معناداری دارد و نظر به اینکه زمانی که به‌کارگیری بدهی در ساختار سرمایه افزایش یابد و این امر موجب کاهش ارزش شرکت می‌گردد. همواره وجود بدهی زیاد برای شرکت موجب افول ارزش شده و دید همگان را نسبت به ارزش خود کاهش می‌دهد از این‌رو به سیاست‌گذاران و مالکان شرکت‌های بورسی توصیه می‌گردد که با استفاده از ساختار سرمایه بهینه (اهرم مالی هدف) و تصمیمات تأمین مالی مناسب توازن بین دارایی و بدهی خود را به‌صورت مطلوبی برقرار نمایند که این امر موجب کنترل ریسک و از طرفی بهبود ارزش‌یابی شرکت شه و بازدهی شرکت را به همراه دارد.

نتایج این تحقیق با نتایج تحقیق جورجیو و تاماکوس (۲۰۱۶) همسو می‌باشد که در تحقیق آنان نیز وجود تأثیر اختیارات مدیران بر رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده سهام اثبات شده است همچنین در تحقیق ژانگ لی و همکاران (۲۰۱۵) وجود رابطه مستقیم بین دارایی خالص عملیاتی و بازده سهام مورد تأیید قرار گرفته شده است دلیل این همخوانی را می‌توان در استفاده و اثربخشی دارایی عملیاتی دانست، زمانی که خالص دارایی‌های عملیاتی شرکت افزایش می‌یابد، نه تنها باعث رشد درآمد می‌شود بلکه شکاف بین جریان نقد و سود را نیز کاهش می‌دهد. هنگامی که این اتفاق رخ می‌دهد انتظار می‌رود شرکت در مسیر سودآوری گام بردارد که این امر منجر به افزایش بازده سهام می‌گردد باید این نکته را هم اشاره کرد که در این فرایند اختیارات و تصمیمات مدیران همانند سکه دو پهلو می‌باشد که هم می‌تواند این رابطه را تشدید کرده و هم می‌تواند تضعیف کند.

## منابع

- ✓ ابراهیمی، سیدکاظم، بهرامی نسب، علی، احمدی مقدم، (۱۳۹۵)، رابطه بین تصمیمات مالی با انواع مدیریت سود، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳۰، صص ۸۳-۱۰۲.
- ✓ برزگری خانقاه، جمال، جمالی، زهرا، (۱۳۹۵)، پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از نسبت‌های مالی، کنکاشی در پژوهش‌های اخیر، پژوهش‌های حسابداری، شماره ۲۱، صص ۳۲-۵۸.
- ✓ خان‌محمدی، محمد حامد، گرجی زاده، داوود، (۱۳۹۶)، بررسی اثرات عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی، دوره ۶، شماره ۲۴، صص ۲۷۵-۲۹۲.
- ✓ فلاح‌شمس‌لیالستانی، میرفیض، قالیباف‌اصل، حسن، سرایی‌نوبخت، سمیرا، (۱۳۸۹)، بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۲، صص ۲۵-۴۱.

- ✓ صمدی، سعید، بیانی، عذرا، (۱۳۹۰)، بررسی ارتباط متغیرهای کلان اقتصادی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۵، شماره ۱۶، صص ۹۱-۱۱۲.
- ✓ عسگرنژادنوری، باقر، (۱۳۹۷)، عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد فرا تحلیل، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۶، شماره ۱ - شماره پیاپی ۲۰، صص ۲۹-۵۰.
- ✓ نمازی، محمد، ابراهیمی، شهلا، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی محصول و بازده سهام، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۳، صص ۹-۲۷.
- ✓ Bertrand, M. and Schoar, A. (2003). Managing with style: the effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 301-330
- ✓ Doellman. T. Rakesh Bharati and Xudong Fu (2016). CEO confidence and stock returns. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 12 (2016) 89-110
- ✓ Dittmar, Amy; Duchin, Ran. (2016). Looking in the Rearview Mirror: The Effect of Managers' Professional Experience on Corporate Financial Policy. *The Review of Financial Studies* / v 29 n 3. 565- 602 .
- ✓ Georgios, P., Thomakos, D., Wang, T. (2016). Information in balance sheets for future stock returns: Evidence from netoperating assets. *International Review of Financial Analysis* 20 269-282.
- ✓ Harford, Jarrad, Mansi, Sattar, A. and William F. Maxwell, (2008), "Corporate Governance and Firm Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, PP. 535-555.
- ✓ Yulia Efni (2017). The mediating effect of investment decisions and financing decisions on the effect of corporate risk and dividend policy against corporate value. *Investment Management and Financial*.